

ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ  
УНИВЕРЗИТЕТА У БАЊОЈ ЛУЦИ

# СРПСКА ПРАВНА МИСАО



ЈУБИЛАРНО ИЗДАЊЕ  
50 ГОДИНА СТУДИЈА ПРАВА  
35 ГОДИНА ПРАВНОГ ФАКУЛТЕТА

ЧАСОПИС ЗА ПРАВНУ  
ТЕОРИЈУ И ПРАКСУ

Година 16. Број 42-43

Бања Лука, 2010.

ISSN 1840-0493

УДК 34(05)

## NEPRIJATELJSKO PREUZIMANJE AKCIONARSKIH DRUŠTAVA I NAČELO STROGE NEUTRALNOSTI UPRAVE CILJNOG DRUŠTVA

Mr Nenad Baroš\*

### *Rezime*

Preuzimanje akcionarskih društva predstavlja jednu od najzanimljivijih oblasti kompanijskog prava. Imajući u vidu da je tržište kapitala jedan od najznačajnijih segmenata privrede svake države, legitiman je interes društva da se ova oblast na odgovarajući način pravno uredi. Osnovni cilj nacionalnih regulativa preuzimanja društava, tako i aktivnosti usaglašavanja tog prava na nivou Evropske Unije, jeste zaštita manjinskih akcionara u postupku preuzimanja i osiguranja njihovog ravnopravnog položaja sa velikim akcionarima koji se pojavljuju kao kupci. Ova zaštita se konkretno ostvaruje time što je određeni sticalac administrativno prinuđen da ostalim akcionarima ponudi otkup njihovih akcija od trenutka kada, po ocjeni zakonodavca, njegovo učešće u vlasništvu akcionarskog društva postane bitno ili presudno za upravljanje samim društvom. Zakonski mehanizam koji treba da omogućiti ovaj vid zaštite svodi se u osnovi na dva najznačajnija momenta, obavezu objavljivanja javne ponude za preuzimanje akcionarskog društva i cijenu koja se nudi za akcije koje su predmet ponude, kao bitan element ponude za preuzimanje. Najznačajniju i najdinamičniju oblast prava preuzimanja današnjice čini regulativa mjera odbrane akcionarskog društva od preuzimanja kontrole. Osnovna dilema svakog zakonodavca prilikom regulisanja ove oblasti svodi se na izbor između principa slobodnog odlučivanja uprave ciljnog društva i principa akcionarskog odlučivanja (neutralnosti). Princip slobodnog odlučivanja uprave ciljnog društva je prihvaćen u anglosaksonskom pravnom sistemu gdje su vremenom usavršavane mjere odbrane od preuzimanja. U kontinentalnom pravnom sistemu široko je prihvaćen

\* Mr Nenad Baroš, asistent, Ekonomski fakultet Baňa Luka

princip neutralnosti uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja pa samim tim i mjere odbrane protiv preuzimanja podliježu brojnim zakonskim ograničenjima.

*Ključne riječi:* akcionarsko društvo, tržište kapitala, ciljno društvo, hartije od vrijednosti, preuzimanje akcionarskih društava, neprijateljsko preuzimanje.

## Uvodni dio

Preuzimanje (*takeover*) se uobičajeno definiše kao skup radnji kojima jedno lice (preuzimalac) stiče udio u kapitalu ciljnog privrednog društva (*the target company*) koji mu omogućava kontrolu i upravljanje tim društvom.<sup>1</sup>

Ponudilac je svako fizičko ili pravno koje je uputilo ili koje je obavezno da uputi ponudu za preuzimanje akcija ciljnog društva. On može da djeluje samostalno ili zajedno sa drugim licima. Pod upućivanjem ponude se podrazumijeva njeno objavljivanje na zakonom predviđen način po prijemu rješenja Komisije za hartije od vrijednosti o odobrenju objavljivanja.

Preuzimalac je svako pravno i fizičko lice koje je okončanjem postupka preuzimanja steklo kontrolno kapital-učešće u ciljnom društvu. Prema tome, „ponudilac postaje preuzimalac samo ako mu ponuda za preuzimanje uspije, a to ako je ponuđena lica prihvate najmanje u obimu koji mu omogućava sticanje vladajućeg učešća“.<sup>2</sup> Da bi se spriječilo izigravanje strogih propisa o objavljivanju javne ponude za sticanje akcija ciljnog društva, nacionalna zakonodavstva predviđaju slučajeve u kojima će se smatrati da lica djeluju zajednički u ulozi preuzimaoca.

Predmet ponude i ponuđena lica su dva povezana pojma u pravu preuzimanja, predmet ponude određuje lica kojima je ponuda upućena.

<sup>1</sup> Vidjeti: Petrikić Radivoje: *Odbrambene strategije preduzeća protiv tzv. „neprijateljskog preuzimanja“ – hostile takeover*, Pravni život, br.11/2000, str.353; Petrikić Radivoje: *Pravni režim preuzimanja društava u Evropi*, Pravo i privreda, br 5-8/2000, str 206; Jovanović Nebojša: *Manjkavosti srpskog pravnog režima preuzimanja akcionarskih društava*, Pravo i privreda, br 9-12/2004, str 85-86; Jovanović Nebojša: *Preuzimanje kontrole u akcionarskim društvima*, Pravni život, br 9-10/1994, str. 1105-1106

<sup>2</sup> Vidjeti: Jovanović Nebojša, „Preuzimanje akcionarskih društava“, u: Vasiljević Mirko (urednik), *Akcionarska društva, berze i akcije ABA (Specijalističke studije – Zbornik radova)*, Pravni fakultet univerziteta u Beogradu, 2006, str 288.

Predmet javne ponude za preuzimanje su prenosive hartije od vrijednosti koje daju glasačka prava u ciljnom društvu (tzv. glasački kapital), dok su ponuđena lica imaoci hartija od vrijednosti koje čine predmet javne ponude za preuzimanje.

Ciljna društva su akcionarska društva kotirana na berzi, te se i regulativa preuzimanja zasniva na toj činjenici. Većina nacionalnih propisa o preuzimanju se primjenjuje na preuzimanje akcionarskih društava čijim se akcijama trguje na „uređenom (organizovanom) tržištu“ (Trinasta direktiva<sup>3</sup>) ili na javno akcionarsko društvo. Na drugoj strani, pravna regulativa preuzimanja Velike Britanije se odnosi na sva društva kapitala, uključujući i društva sa ograničenom odgovornošću, bez obzira da li su im akcije odnosno udjeli u javnom prometu i da li se kotiraju na berzi.<sup>4</sup> Ipak, moguće je preuzeti svako društvo kod koga nije ograničen prenos akcija (udjela) – otvoreno društvo.<sup>5</sup>

Predmet preuzimanja su sve akcije ciljnog društva koje daju pravo glasa, nezavisno od toga da li je to pravo nečim ograničeno.

Prva velika bitka oko preuzimanja (*takeover battle*) vodila se 1868. godine u SAD. Iako se termin *takeover battle* danas koristi da opiše oštre okršaje između društava prilikom preuzimanja, on ipak najbolje ilustruje vrstu konflikata koji su se odvijali prilikom prvih preuzimanja. Jedna takva borba jeste pokušaj preuzimanja kontrole nad željezničkom kompanijom Erie Railroad 1868. godine. Pokušaj preuzimanja vodio je Kornelijus Vanderbilt (Cornelius Vanderbilt) protiv Danijela Drua, Džima Fiska i Džeja Gulda (Daniel Drew, Jim Fisk i Jay Gould). Branioci kompanije Erie Railroad, kao jednu od najvažnijih odbrambenih mjera, izdaju sebi veliki broj akcija iako nisu posjedovali pravni osnov za takav postupak. U to vrijeme, s obzirom na veliku podmitljivost sudija i izabranih vladinih službenika, pravne mjere koje su se odnosile na kršenje zakona o korporacijama bile su posebno slabe. Borba oko kontrole željeznice pretvorila se u nasilje kada je ciljna kompanija unajmila čuvare naoružane puškama i topovima kako bi zaštitila glavnu upravu. Pokušaj preuzimanja završio se kada je Vanderbilt odustao od napada na Erie Railroad okrenuvši se slabijim ciljnim kompanijama.

<sup>3</sup> Čl 11

<sup>4</sup> Vidjeti: Jovanović Nebojša: *Manjkavosti srpskog pravnog režima preuzimanja akcionarskih društava*. Pravo i privreda, br.9-12/2004., str.98; Jovanović Nebojša: *Preuzimanje kontrole u akcionarskim društvima*. Pravni život, br.9-10/1994, str. 1120.

<sup>5</sup> Vidjeti: Jovanović Nebojša: *Manjkavosti srpskog pravnog režima preuzimanja akcionarskih društava*, Pravo i privreda, br.9-12/2004, str 98

## Neprijateljsko preuzimanje akcionarskih društava

Osamdesetih godina dvadesetog vijeka pojavljuje se novi način preuzimanja – neprijateljsko preuzimanje od strane velikih kompanija. Preuzimanje koje je 1974. godine izvršilo International Nickel Company (INCO) nad ESB, kompanijom koja je u to vrijeme bila najveći proizvođač baterija na svijetu, utrlo je put za neprijateljska preuzimanja. ESB je bio zatečen neprijateljskim preuzimanjem s obzirom na novu vrstu ovakvih aktivnosti. INCO daje rok ciljnom društvu od 3 sata za ponudu „uzmi ili ostavi“. ESB je postavio neku vrstu odbrane od preuzimanja tražeći od investicione banke da organizuje prijateljsko preuzimanje od strane druge kompanije, međutim odbrana je bila neefikasna i septembra 1974. godine neprijateljsko preuzimanje ESB od strane INCO-a je konačno sprovedeno.

Iako ovo preuzimanje finansijski nije bilo uspješno za sticaoca, ono je predstavljalo presedan. Postavilo je scenu za neprijateljska preuzimanja od strane renomiranih kompanija u drugoj polovini sedamdesetih godina. Ovakva neprijateljska preuzimanja od strane velikih industrijskih firmi uz pomoć investicionih banaka, bile su neprihvatljive poslovne metode u prethodnom periodu, međutim sada su dobile na legitimnosti. Termin neprijateljski (hostile) postao je dio vokabulara preuzimanja akcionarskih društava.

Izraz prijateljsko odnosno neprijateljsko preuzimanje, potiče iz anglo saksonskog prava. Neprijateljsko preuzimanje je preuzimanje koje se vrši protivno volji menadžmenta<sup>6</sup> ciljnog društva. Negativan stav menadžmenta prema pokušaju preuzimanja ne bi smio biti vođen njegovim vlastitim interesima već interesima društva i akcionara. On bi trebao biti rezultat njegove savjesne procjene svih aspekata ponude za otkup akcija, a naročito koristi koje iz toga mogu imati društvo te akcionari, koji prodajom svojih akcija mogu ostvariti dobit u odnosu prema onom što su inicijalno uložili odnosno u odnosu prema uslovima pod kojima

<sup>6</sup> Izraz menadžment koristi se ovde za zbirno označavanje lica koja su u društvu neposredno zadužena za vođenje poslova društva. U vezi sa tim, u akcionarskim društvima u Republici Srpskoj ovaj termin se koristi za članove uprave društva. To vrijedi i za akcionarska društva njemačkog prava, kao i za društva drugih prava koja prihvataju dvojni sistem (*dual board system, two-tier system*). U akcionarskim društvima organizovanim prema monističkom konceptu (*single board system, one-tier system*), kojih su prototip ona društva osnovana prema američkom pravu, izraz menadžment obuhvata članove odbora direktora (*board of directors*) i članove uprave (*officers*).

su akcije prethodno stekli. Ako menadžment, na osnovu svoje nepristrasne ocjene prednosti i nedostataka ponude za otkup akcija, zauzme prema njoj negativan stav, dolazi do sukoba interesa između njega i preuzimaoca. U vezi sa tim postavlja se pitanje može li i u kojoj mjeri menadžment društva aktivno spriječiti preuzimanje te koja se odbrambena sredstva mogu koristiti u tu svrhu. Pri ocjeni jesu li mjere odbrane od preuzimanja dopuštene polazi se od uloge menadžmenta u društvu te od učinka preuzimanja, najprije na položaj društva i njegovih akcionara. Kao okolnost koja ide u prilog ovlašćenju menadžmentu da poseže za mjerama odbrane društva od preuzimanja navodi se njegova dužnost da zaštiti društvo od preuzimaoca odnosno novog menadžmenta koji ne bi društvo mogao voditi tako dobro kao što to čini postojeći. Sa druge strane, argumenti protiv mogućnosti da menadžment preuzima mjere kojima sprečava preuzimanje jesu činjenica da u slučaju pokušaja neprijateljskog preuzimanja postoji značajan sukob interesa između menadžmenta i društva. Pokušavajući zaustaviti preuzimanje, menadžment djeluje tako da onemogućava ispunjenje pozitivne uloge koju ima preuzimanje, imajući u vidu da ono predstavlja kontrolni mehanizam ispitivanja vodi li menadžment društvo na zadovoljavajući način.

O pitanjima koja se tiču mogućnosti da menadžment nastoji spriječiti preuzimanje društva i kojim se sredstvima za tu svrhu može služiti postoji u SAD vrlo razvijena sudska praksa, a odnos sudova prema pojedinim odbrambenim mehanizmima nije ujednačen. Neki načini odbrane društva od preuzimanja, razvijeni u praksi, vrlo su specifični te, zbog različitog unutrašnjeg uređenja akcionarskih društava i nekih posebnih pravnih instituta američkog prava, ne bi bili primjenjivi u pravima koja predviđaju unutrašnje uređenje akcionarskih društava prema dvojnog konceptu, kao što je pravo društava u Republici Srpskoj.<sup>7</sup> Međutim postoje i sredstva kojima se sprečava preuzimanje društava a koja su prihvatljiva i za druge pravne sisteme a ne samo u SAD, te su neka od njih već široko prihvaćena i primjenjivana.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Na primjer, za razliku od stanja u SAD, u pravu u Republici Srpskoj za sticanje sopstvenih akcija postoje brojne ograničenja, a ono bi, između ostalog, bilo dopušteno ako bi se time otklonila znatna šteta za društvo usled preuzimanja itd.

<sup>8</sup> Na primjer: pravo pojedinih akcionara društva da imenuju određeni broj članova nadzornog odbora, mogućnost opoziva članova uprave društva samo iz važnog razloga, različiti mandati članova uprave i nadzornog odbora, propisivanje posebnih uslova koje moraju ispunjavati članovi uprave i nadzornog odbora, ograničenje prava glasa na skupštini akcionara, izdavanje akcija bez prava glasa, povećanje osnovnog kapitala društva uz isključenje prvenstvenog prava na upis i uplatu akcija.

Neprijateljska preuzimanja su prije svega karakteristična za SAD, dok su u Evropi najčešće u Velikoj Britaniji (npr. 1989. godine, u Velikoj Britaniji dogodilo se 36 neprijateljskih preuzimanja, a u 14 preostalih država članica EU samo četiri). Međutim, tokom 1990-ih godina taj odnos se mijenja, tako da se 1999. godine jednak broj neprijateljskih preuzimanja dogodio u Velikoj Britaniji i ostatku EU. Pri tome, i među kontinentalnim evropskim državama postoje značajne razlike.<sup>9</sup>

Stav uprave ciljnog društva veoma je značajan za konačan uspjeh preuzimanja. Prema britanskim analizama, 20% ponuda kojima se uprava protivi propada, dok samo 2% ponuda koje uprava preporučuje svojim akcionarima ne uspijeva.<sup>10</sup> U literaturi postoje dva rješenja koja regulišu položaj uprave ciljnog društva prilikom neprijateljskog preuzimanja. Princip ili načelo stroge neutralnosti uprave ciljnog društva i princip slobodnog odlučivanja uprave ciljnog društva što bi u praksi značilo da nadležni organ ciljnog društva ima mogućnost da odlučuje da li da posegne za nekom od zakonskih mehanizama za odbranu društva od neprijateljskog ponuđača. Oba principa imaju svoje pozitivne i negativne strane.

Svaka država mora načelno definisati svoj odnos prema mjerama odbrane, te odlučiti da li dozvoliti ili zabraniti mjere odbrane od preuzimanja. Osnovna dilema svakog zakonodavca u odnosu na ograničavanje ovlašćenja uprave u postupku preuzimanja se svodi na izbor između principa slobodnog odlučivanja uprave ciljnog društva i principa akcionarskog odlučivanja (neutralnosti). Najznačajniji argument u korist prihvatanju principa slobodnog odlučivanja uprave se sastoji se u činjenici da je uprava visoko kvalifikovani organ akcionarskog društva čija je osnovna dužnost da radnje iz okvira svoje nadležnosti vrši u najboljem interesu društva. Pristalice ovog principa pretpostavljaju da će članovi uprave postupati na navedeni način i u toku trajanja postupka preuzimanja. U akcionarskom društvu ne postoji organ koji bi, u slučaju opasnosti od preuzimanja, mogao na efikasniji, brži i kompetentniji način da zaštiti interese akcionara i drugih nosilaca rizika poslovanja akcionarskog društva od uprave. Kako su mjere odbrane jedan od značajnijih načina zaštite interesa pomenutih lica, mnogi autori ističu da

<sup>9</sup> Vidjeti: Berglof Erik, Burkart Mike, nav. djelo, str 176-177.

<sup>10</sup> Vidjeti: Petričić Radivoje, *Odbrambene strategije preduzeća protiv tzv. neprijateljskog preuzimanja* – *hostile takeover*, Pravni život, br 11/2000, str 354

upravi treba dozvoliti da unutar djelokruga utvrđenog pravilima privrednog prava i internim aktima društva usvaja mjere odbrane.

Protivnici principa slobodnog odlučivanja uprave u postupku preuzimanja ističu da su jedino akcionari pozvani da samostalno odlučuju o ponudi za preuzimanje te da u suprotnom dolazi do sukoba interesa između akcionara i uprave koja, kako se to ističe, u postupku preuzimanja može da više štiti svoje vlastite interese nego interese akcionara ciljnog društva.

### **Položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja akcionarskih društava u Republici Srpskoj**

Kao što smo već ranije mogli zaključiti, položaj uprave ciljnog društva odnosno ovlašćenje uprave da preuzima mjere odbrane od neprijateljske ponude za preuzimanje, predstavlja najvažnije pitanje postupka preuzimanja akcionarskih društava. U vezi sa ovim pitanjem postoji više gledišta o tome da li treba dopustiti upravi ciljnog društva da aktivno djeluje prilikom neprijateljskog preuzimanja ili je tu odluka potrebno poveriti samim akcionarima ciljnog društva koji su jedini pozvani, kako se to ističe, da odluče o sudbini neprijateljske ponude.

Osnovni efekat koji se postiže prihvatanjem principa akcionarskog odlučivanja u postupku preuzimanja je zabrana usvajanja naknadnih mjera odbrane od strane uprave ciljnog društva. Princip neutralnosti u Republici Srpskoj izričito zabranjuje upravnom odboru da usvaja sledeće tri mjere odbrane: povećanje osnovnog kapitala akcionarskog društva emisijom odobrenih akcija, sticanje sopstvenih akcija i upućivanje protivponude. Ne postoji modalitet ovih mjera koji bi ih učinio dozvoljenim, jer je pretpostavka njihovog negativnog dejstva na preuzimanje neoboriva. Povećanje osnovnog kapitala i sticanje sopstvenih akcija spadaju u često praktikovane mjere odbrane uprave u kontinentalnoj Evropi, što navedenim pojedinačnim zabranama daje posebnu težinu.

Postupajući na način uobičajen u uporednom pravu, Zakon o preuzimanju akcionarskih društava Republike Srpske<sup>11</sup> izričito dozvoljava samo jednu naknadnu mjeru odbrane uprave ciljnog društva: saopštenje

<sup>11</sup> Službeni glasnik Republike Srpske broj 65/08



uprave ciljnog društva u vezi sa javnom ponudom za preuzimanje, dok ne zabranjuje ni traženje prijateljske ponude, tzv. bijeli vitez. Ova dva izuzetka od principa akcionarskog odlučivanja u postupku preuzimanja su ustanovljena sa idejom zaštite prava akcionara kojima je upućena javna ponuda. Prvim se utiče na poboljšanje informisanosti akcionara dok se drugim povećava broj opcija dostupnim akcionarima.

Prema Zakonu o preuzimanju, nakon što sticalac obavijesti emitenta o sticanju akcija zbog kojeg je obavezan da objavi ponudu za preuzimanje ili o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje, nadležni organi emitenta do završetka ponude za preuzimanje, odnosno do isteka roka za objavljivanje ponuda za preuzimanje, ako ona nije objavljena, ne mogu donijeti odluku o promjeni osnovnog kapitala emitenta, prestanku i promjeni oblika društva, te izmjenama i dopunama statuta, ne mogu donijeti odluku o preuzimanju vanrednih poslova koji bi značajno promijenili stanje imovine ili obaveza društva i ne mogu donijeti odluku o sticanu ili otuđivanju sopstvenih akcija emitenta

Svi uslovi su alternativno postavljeni, tako da ispunjene jednog od njih čini naknadnu radnju upravnog odbora nedozvoljenom. Jezički su uslovi za nedozvoljeno apstraktno postavljeni (na primer, pojam vanredne radnje, znatne promjene stanja imovine i dr.) tako da omogućavaju da se pod njih podvede veliki broj konkretnih mjera odbrane. Nije realno očekivati da bi bile dozvoljene odbrambene mjere poput sticanja uzajamnog kapital-učešća, zlatnih padobrana, zaključivanje ugovora koji sadrže ugovorne klauzule promjene kontrole ili kojima se ograničavaju prava akcionara da stiče akcije, sticanja i raspolaganja značajnom imovinom, prodaje akcija bijelom štitonoši, isplate međuidividendi i prinudne kupovine sopstvenih akcija, izvršenih nakon objavljivanja obavještenja o namjeri preuzimanja. Ako bi neka od konkretno usvojenih, ovde pomenutih, mjera i ispunila zakonske uslove, teško bi se mogao zamisliti slučaj da ona može na iole značajan način da utiče na onemogućavanje ili otežavanje preuzimanja kontrole nad ciljnim društvom.

Izložena analiza pokazuje da u Republici Srpskoj naknadne mjere odbrane uprave ciljnog društva nemaju budućnost. Iz tog razloga će se narednih godina, sve više razvijati i koristiti mjere odbrane skupštine akcionara i prethodne mjere odbrane uprave ciljnog društva. Propisi koji uređuju pravo preuzimanja ne ograničavaju skupštinu akcionara da

usvaja mjere odbrane. Zbog toga se pravila prava akcionarskih društava javljaju kao najznačajniji filter njihove dopuštenosti.

Načelo pasivnosti uprave ciljnog društva nakon podnošenja ponude za preuzimanje odnosno načelo stroge neutralnosti uprave, pravda se potrebom da odluku o preuzimanju donesu sami akcionari ciljnog društva i da se spriječi da uprava štiteći ciljno društvo od neprijateljskog preuzimaoca ustvari štiti svoje lične interese. Međutim osnovni razlog za odbijanje predloženog nacрта 13. Direktive Evropske unije jeste uključivanje pravila stroge neutralnosti za položaj uprave ciljnog društva kod neprijateljskog preuzimanja, nezavisno od toga što je ono izraz zaštite akcionara i njihovih prava da jedini odlučuju o ponudi.<sup>12</sup> Prijedlog nacрта direktive je propustio uvažiti činjenicu da mjere odbrane u preuzimanju mogu nekada dovesti i do povećanja cijene za akcije ciljnog društva.<sup>13</sup> Neki autori takođe ističu da će primjenom pravila stroge neutralnosti, uprava ciljnog društva biti onemogućena da preduzima bilo kakve mjere odbrane od neprijateljskog preuzimanja i tako će evropska društva biti lagan plijen američkim korporacijama. Članovi Evropskog parlamenta odbili su prijedlog nacрта zbog izostanka reciprociteta u preuzimanju odnosno dopuštanja preduzimanja mjera odbrane nakon podnošenja ponude.

Imajući u vidu veoma siromašnu praksu iz ove oblasti u Republici Srpskoj kao i slična zakonska rješenja zemalja u okruženju (prije svega Hrvatske jer je Srbija Zakon o preuzimanju usvojila 2006. godine) zakonodavac se odlučio za načelo stroge neutralnosti uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja. U prilikama u kojima egzistira tržište kapitala u Republici Srpskoj, zakonodavac je ocijenio da su akcionari najpozvaniji da odluče o sudbini ponude za preuzimanje. Međutim, posmatrajući praksu razvijenih zemalja, odnos regulative stroge neutralnosti koja zabranjuje upravi da preduzima mjere odbrane i davanje upravi slobode na njihovo preduzimanje, ide u prilog davanja slobode upravi. Prepreke preuzimanju, koje sa gledišta ciljnog društva pred-

---

<sup>12</sup> Dugotrajni postupak usvajanja 13 direktive o preuzimanju opredijelio je zemlje koje su i glavni protivnici usvajanja direktive u predloženom tekstu (Njemačka) da usvoje nacionalne zakone u suprotnosti sa prijedlogom.

<sup>13</sup> Moguće objašnjenje činjenice da su premije na cijenu akcija plaćene prema ponudi više u SAD nego u Velikoj Britaniji Vidjeti: Kirchner R. Painter, C, „Takeover Defences under Delaware Law, the proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law“, Comparison and Recommendations for Reform, Illinois Law and Economics Working Papers Series no. 00-36, March 2002. <http://papers.ssrn.com>

stavljaju odbrambene mjere, u Republici Srpskoj su u poređenju sa pravima država članica Evropske Unije i prijedlozima 13. Direktive restriktivno uređene. Naime, Zakon je, kao što je navedeno, primjenu odbrambenih mjera poslije objavljivanja ponude za preuzimanje znatno ograničio i gotovo isključio vrlo čvrstim pravilom neutralnosti. Takav sistem prije bi odgovarao državi izvoznici kapitala nego Republici Srpskoj čija će akcionarska društva mnogo češće biti plijen nego lovci u postupcima preuzimanja na prekograničnom globalnom tržištu, mada uvođenja principa stroge neutralnosti može se pravdati željom da se na taj način privuku strani investitori.

### **Primjer iz prakse**

Prvo neprijateljsko preuzimanje u Republici Srpskoj od osnivanja tržišta kapitala pokušano je krajem 2007. godine koji ćemo ovom prilikom prezentovati kao konkretan primjer iz prakse.

Preuzimanje je započeto tako što je ponudilac Forst – exsport import d.o.o iz Teslića objavilo namjeru objavljivanja ponude za preuzimanje društva Energoinvest Novi TNNO a.d. iz Doboja. Inače ciljno društvo je proizvođač niskonaponske opreme i, u momentu preuzimanja, jedino akcionarsko društvo u BiH čiji je kapital u potpunosti u rukama zaposlenih. Preuzimalac je ispunio sve, Zakonom o preuzimanju Republike Srpske, propisane uslove te uputio ciljnom društvu javnu ponudu za preuzimanje po cijeni od 1 konvertibilne marke za akciju. Nakon objavljivanja ponude za preuzimanje uprava ciljnog društva je iskoristila jedini način odbrane od neprijateljskog preuzimanja prema važećem Zakonu o preuzimanju te dala negativno mišljenje o ponudiocu, navodeći da je ponuđena cijena od 1 konvertibilne marke daleko ispod realne te da nisu jasno definisani ciljevi ponudioca i njegove namjere u vezi sa ciljnim društvom kao i da nije poznata dosadašnja djelatnost ponudioca. Preuzimalac je prije objavljivanja ponude za preuzimanje dostavio dopis akcionarima ciljnog društva kojim je pokušao da utiče na akcionare da prihvate ponudu za preuzimanje navodeći da će na taj način ostvariti ličnu korist. Kako je zakonom o tržištu hartija od vrijednosti zabranjeno uticati ili pokušati da se utiče na odluke drugih lica u pogledu kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti, lažnim ili dvosmislenim izjavama uključujući i obećanja, na ovakav dopis

intervenisala je Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske te naložila preuzimaocu da objavi obavještenje u kojem će demantovati navode iz dopisa. U samu borbu oko preuzimanja aktivno učešće je uzelo i udruženje malih akcionara ciljnog društva koje je putem štampe optužilo preuzimaoca da vrbuje male akcionare da prihvate ponudu za preuzimanje i prodaju svoje akcije.

Imajući u vidu da su jedini akcionari ciljnog društva zaposleni, odbrambena strategija uprave društva u konkretnom slučaju je uspjela te odbranila društvo od neprijateljskog ponuđača. Nakon isteka roka za prihvatanje ponude za preuzimanje Forst – eksport import d.o.o iz Teslića nije uspio da preuzme većinski paket akcija Energoinvest Novi TNNO a.d. iz Doboja.

## Zaključak

U uslovima dominacije državne svojine u Republici Srpskoj, imenovanje na poziciju člana uprave nekog društva se posmatra kao prilika da se ostvare lične ambicije i interesi, bez razmišljanja da se na taj način preuzima jedan odgovoran zadatak od interesa za društvo u cjelini. U skladu sa navedenim, zakonodavac je prilikom izrade Zakona o preuzimanju akcionarskih društava ispravno postupio kada je kao rukovodeće načelo prihvatio princip akcionarskog odlučivanja u postupku preuzimanja. Međutim, zakon je otišao u drugu krajnost, jer je predvidio potpunu neutralnost članova uprave u postupku preuzimanja, uz nekoliko opšteprihvaćenih izuzetaka. Ovakvim postupanjem zakon je prihvatio britanski princip neutralnosti uprave ciljnog društva, podržan od strane Visoke grupe eksperata i preporučen Direktivom Evropske Unije. Usvajanjem principa neutralnosti sa širokim domenom primjene, Republika Srpska je u potpunosti otvorila tržište korporativne kontrole. Princip akcionarskog odlučivanja u postupku preuzimanja predstavlja još jedan u nizu pokušaja Republike Srpske da podstakne rast stranih investicija i to kroz razvoj tržišta preuzimanja. Sa tačke gledišta potencijalnih investitora, princip neutralnosti uprave ciljnog društva je najznačajniji stimulans za upućivanje javne ponude za preuzimanje. Ograničavanje ovlašćenja upravnog odbora smanjuje stepen neizvjesnosti koji prati neprijateljska preuzimanja, a potencijalni preuzimaoci postaju svjesni da uspjeh preuzimanja zavisi od njihove sposobnosti da

upute atraktivnu javnu ponudu i ubijede akcionare da je prihvate. Podrška uprave ciljnog društva je u uslovima važenja principa neutralnosti poželjna, ali ne i neophodna. Međutim, dosadašnja iskustva sa tržišta kapitala u RS su pokazala da nisu svi strani investitori dobronamjerni, veliki broj istih se pojavio na tržištu Republike Srpske sa samo jednim ciljem – maksimiziranjem dobiti, pri tom ne birajući sredstva da se profit ostvari, često na štetu preuzetog društva, njegovih akcionara i u krajnjoj liniji interesa Republike Srpske. Imajući u vidu navedeno, mišljenja smo da bi ipak, zakonodavac trebao izmijeniti pravno uređenje preuzimanja akcionarskih društava, u smjeru ozakonjenja odbrambenih mjera koje poznaju pravni sistemi Evropske unije i njenih država članica iz razloga što je moguća šteta od nepotpunog otvaranja tržišta preuzimanja neuporedivo manja od potencijalne štete koju privreda u Republici Srpskoj može da pretrpi ukoliko se naknadno ustanovi da je podsticanje razvoja tržišta korporativne kontrole bilo ekonomski neopravdano.

*Summary:*

Taking over joint stock companies represents one of the most interesting areas of the company law. Having in mind that the capital market is one of the most significant segments of economy of every country, hence the interest of the society to adequately legally regulate this area is legitimate. The main objective of the national regulations of taking over companies, including activities of conforming that law with the European Union level, is the protection of minority shareholders in the process of taking over and ensuring their equal position with large shareholders who appear as buyers. This protection is concretely realised through administratively forcing a certain holder to offer to other shareholders the purchase of their shares from the moment when, in the opinion of the legislator, its participation in the ownership of the joint stock company becomes vital or crucial for managing the company. Legal mechanism which should enable this type of protection is downsized to two important moments, the obligation of announcement of public offer for taking over a joint stock company, and the price offered for shares, the subject of the offer, as an important element of take

over offer. Nowadays the most important and most dynamic area of the take over law is regulating measures for the protection of a joint stock company from control taking. The basic dilemma of every legislator in the process of regulating this area is the proper selection between the free decision making of the target company management principle and joint stock decision making principle (neutrality). The principle of the target company management free decision making is well accepted by the Anglo-Saxon legal system with timely development of take over protection measures. In the Continental legal system the principle of neutrality of target company management in the process of take over is widely accepted, hence protection measures against take over succumb under to numerous legal limitations.

*Key words:* joint stock company, capital market, target company, securities, taking over companies, unfriendly take over.